

评级：买入(维持)

市场价格：21.59

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师：朱骏楠

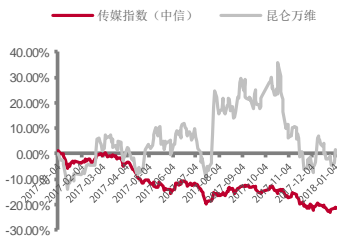
执业证书编号：S0740517080007

Email: zhuqn@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(亿股)	11.52
流通股本(亿股)	4.51
市价(元)	21.59
市值(亿元)	249
流通市值(亿元)	97.43

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 1 【中泰传媒】昆仑万维 (300418) 跟踪点评：Opera 开启商业化推广，新游戏上线在即
- 2 【中泰传媒】昆仑万维(300418) 中报点评：自研手游+闲徕良好表现带动业绩高增长
- 3 【中泰传媒】昆仑万维(300418) 跟踪点评：收购 Grindr 剩余 38.47% 股权，内容+社交平台战略继续推进

### 公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,789.14	2,424.67	3,641.00	5,499.45	6,654.34
增长率 yoy%	-7.50%	35.52%	50.16%	51.04%	21.00%
净利润	405.29	531.50	1,049.83	1,527.29	1,974.14
增长率 yoy%	24.18%	31.14%	97.52%	45.48%	29.26%
每股收益(元)	0.36	0.47	0.91	1.33	1.71
每股现金流量	0.17	0.32	0.89	1.97	2.33
净资产收益率	14.98%	16.74%	22.54%	24.69%	24.19%
P/E	113.76	45.80	23.69	16.28	12.60
PEG	4.71	1.47	0.24	0.36	0.43
P/B	17.04	7.67	5.34	4.02	3.05

备注：

### 投资要点

- **事件：公司发布关于公司持股 5%以上股东股份减持计划预披露的公告。**持有公司股份 207,391,145 股，占公司总股本 18.00%，占比公司 2018 年 1 月 22 日首发原股东解禁总量的 32% 的股东李琼女士计划在公告发布之日起 15 个交易日后 6 个月内以集中竞价和大宗交易方式减持公司股份不超过 23,037,943 股，不超过公司总股本的 2%，依照当前公司股价合计不超过 4.97 亿元。**减持方李琼女士不属于公司的控股股东和实际控制人，不会对公司持续经营产生影响。减持量依照公司当前成交量来看冲击不大，同时公司前期持续回调已对于解禁有一定提前反馈，我们认为公司基本面稳定，各项业务开展良好，估值合理，建议积极布局。**
- **子公司闲徕互娱表现稳定，渠道下沉进一步拓宽市场空间。**目前闲徕互娱麻将产品根据官网列示共有 20 款，其中《闲来广东麻将》、《熊猫四川麻将》、《琼崖海南麻将》、《闲来麻将》等麻将类产品均排在艾瑞 APP 11 月月度总有效时长前 10。且根据极光大数据披露，2017 年 10 月地方性棋牌手游整体用户规模达 3654.3 万，同比增长 22.7%，《熊猫四川麻将》以 0.39% 渗透率位居第一，DAU 在 50 万左右。
- **Opera 借助信息流广告推广，有望实现营收的快速增长。**目前根据 Statcounter 数据显示，Opera 移动和平板浏览器全球市场占有率为 5.64% 左右，市占率排名第五，前四位分别为 Chrome、Safari、UC、Samsung Internet，其中 Opera 浏览器在非洲市场占比超过 30%，亚洲市场占比也达到 6.69%。目前 Opera 已开始全面商业化推广，2018 年有望借助信息流广告推广实现营收的大规模提升。
- **自研新游戏有望在 2018 年初陆续上线。**目前公司上线的游戏中《神魔圣域》与《希望 OL》表现相对稳定，后续新游戏包括《轩辕剑之汉之云》正在测试阶段，《BLEACH 境界-魂之觉醒》也已经开放预约，新游戏上线能够更好的增厚公司游戏板块收入，补充老游戏自然下滑的流水。
- **盈利预测和估值：**预计公司 2017/2018 年实现营收分别为 36.41/54.99 亿元，归母净利润分别为 10.50/15.27 亿元，同比增长 97.52%/51.04%，对应 EPS 为 0.91/1.33 元。我们认为公司游戏研运一体化带动毛利率迅速回升，闲徕棋牌业务市场规模不断扩大，同时 Opera 商业化有望获得价值重估，加之投资板块增值空间较大，继续维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 解禁风险；2) 地方棋牌经营政策监管风险。

**图表 1: 昆仑万维财务报表及估值**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1,934</b>	<b>1,789</b>	<b>2,425</b>	<b>3,641</b>	<b>5,499</b>	<b>6,654</b>	货币资金	705	1,048	1,076	2,120	3,056	6,020
增长率	28.09%	-7.5%	35.5%	50.2%	51.0%	21.0%	应收账款	288	529	733	838	1,319	1,597
营业成本	-598	-699	-1,140	-682	-1,123	-1,347	存货	0	0	0	29	31	0
%销售收入	30.9%	39.0%	47.0%	18.7%	20.4%	20.2%	其他流动资产	136	283	252	200	297	339
毛利	1,336	1,091	1,285	2,959	4,377	5,307	流动资产	1,129	1,860	2,062	3,188	4,704	7,957
%销售收入	69.1%	61.0%	53.0%	81.3%	79.6%	79.8%	%总资产	76.9%	47.8%	32.7%	37.8%	47.3%	64.6%
营业税金及附加	-4	-5	-4	-8	-12	-14	长期投资	161	1,710	3,183	3,183	3,183	3,183
%销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	31	25	26	14	2	-8
营业费用	-715	-682	-639	-816	-962	-1,165	%总资产	2.1%	0.6%	0.4%	0.2%	0.0%	-0.1%
%销售收入	37.0%	38.1%	26.3%	22.4%	17.5%	17.5%	无形资产	135	151	683	1,699	1,697	1,695
管理费用	-264	-231	-444	-630	-929	-1,149	非流动资产	340	2,029	4,244	5,248	5,235	5,222
%销售收入	13.7%	12.9%	18.3%	17.3%	16.9%	17.3%	%总资产	23.1%	52.2%	67.3%	62.2%	52.7%	42.4%
息税前利润 (EBIT)	353	173	198	1,505	2,473	2,980	<b>资产总计</b>	<b>1,468</b>	<b>3,888</b>	<b>6,306</b>	<b>8,436</b>	<b>9,938</b>	<b>12,325</b>
%销售收入	18.2%	9.6%	8.2%	41.3%	45.0%	44.8%	短期借款	0	248	983	1,244	0	0
财务费用	-11	75	-55	-93	-90	59	应付款项	397	860	1,250	1,052	1,654	1,996
%销售收入	0.6%	-4.2%	2.3%	2.5%	1.6%	-0.9%	其他流动负债	57	75	150	245	174	201
资产减值损失	-19	-4	-78	-14	0	0	流动负债	453	1,183	2,383	2,540	1,828	2,196
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	159	493	400	150	276	其他长期负债	0	0	720	720	720	720
%税前利润	—	38.2%	86.5%	22.1%	5.9%	8.3%	<b>负债</b>	<b>453</b>	<b>1,183</b>	<b>3,103</b>	<b>3,260</b>	<b>2,548</b>	<b>2,916</b>
营业利润	324	403	557	1,799	2,533	3,315	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,015</b>	<b>2,705</b>	<b>3,174</b>	<b>4,658</b>	<b>6,185</b>	<b>8,159</b>
营业利润率	16.7%	22.5%	23.0%	49.4%	46.1%	49.8%	少数股东权益	0	0	29	518	1,205	2,103
营业外收支	6	13	12	12	12	12	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,468</b>	<b>3,888</b>	<b>6,306</b>	<b>8,436</b>	<b>9,938</b>	<b>12,325</b>
税前利润	330	416	569	1,810	2,545	3,327	<b>比率分析</b>						
利润率	17.0%	23.2%	23.5%	49.7%	46.3%	50.0%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-3	-11	-24	-272	-331	-455	<b>每股指标</b>						
所得税率	1.0%	2.6%	4.2%	15.0%	13.0%	13.7%	每股收益(元)	1.554	0.360	0.472	0.911	1.326	1.714
净利润	326	405	545	1,539	2,215	2,872	每股净资产(元)	4.833	2.400	2.817	4.044	5.370	7.083
少数股东损益	0	0	14	489	687	898	每股经营现金净流(元)	1.890	0.170	0.317	0.888	1.975	2.335
归属于母公司的净利润	326	405	531	1,050	1,527	1,974	每股股利(元)	0.000	0.000	0.105	0.105	0.000	0.000
净利率	16.9%	22.7%	21.9%	28.8%	27.8%	29.7%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	32.16%	14.98%	16.74%	22.54%	24.69%	24.19%
							总资产收益率	22.23%	10.42%	8.43%	12.44%	15.37%	14.98%
							投入资本收益率	233.73%	86.25%	29.37%	69.71%	114.99%	144.57%
							<b>增长率</b>						
							营业收入总收入增长率	28.09%	-7.50%	35.52%	50.16%	51.04%	21.00%
							EBIT增长率	25.48%	-51.11%	14.90%	659.20%	64.29%	20.48%
							净利润增长率	-25.13%	24.18%	31.14%	97.52%	45.48%	29.26%
							总资产增长率	17.04%	164.86%	62.18%	33.77%	17.81%	32.61%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	45.7	55.4	65.4	58.8	60.4	60.7
							存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
							应付账款周转天数	111.7	143.5	108.5	120.7	120.4	118.5
							固定资产周转天数	5.4	5.7	3.9	2.0	0.5	-0.2
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-69.45%	-29.58%	19.55%	-3.03%	-31.61%	-51.65%
							EBIT利息保障倍数	32.9	-2.3	3.6	16.2	27.6	-50.3
							资产负债率	30.87%	30.43%	49.20%	38.65%	25.64%	22.13%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。